

L'IMMOBILIER DANS UN MONDE À TAUX ZÉRO

PAR DANIEL WHILE
DIRECTEUR RECHERCHE & STRATÉGIE



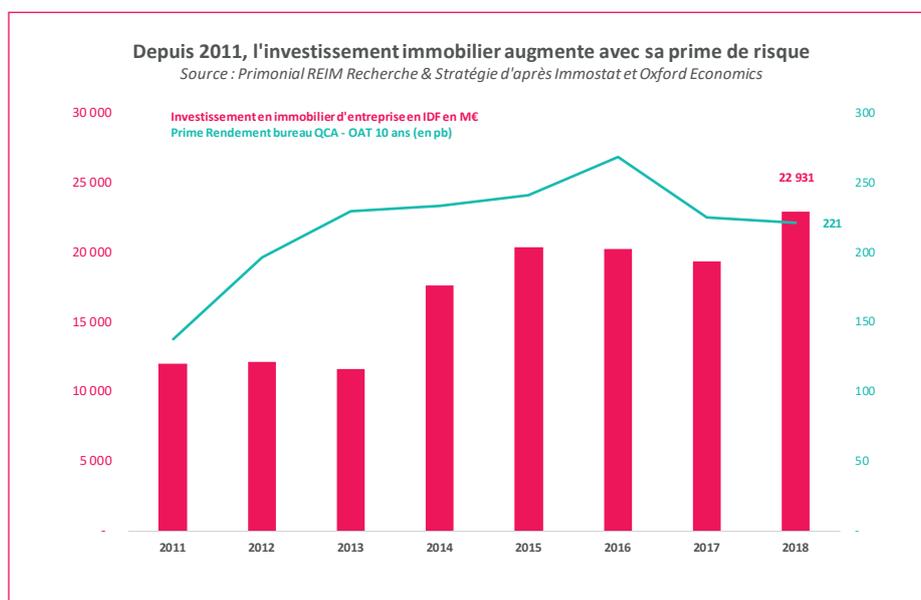
Une littérature abondante¹ a été consacrée à l'immobilier d'entreprise du point de vue de sa capacité de résistance à une hypothétique hausse des taux. Cependant, le scénario d'un régime de « taux bas permanents » a été moins analysé. Alors qu'il redevient plus crédible parmi les commentateurs, quelles en seraient les conséquences sur le marché immobilier et quelles stratégies d'investissement deviendraient pertinentes ?

1/ VERS UNE NOUVELLE NORMALITÉ ?

Depuis la crise financière de 2008, un rôle croissant – voire prépondérant – a été attribué aux Banques Centrales dans la gestion de l'économie. Ainsi, les annonces de hausses ou de baisses des taux directeurs ont été déterminantes pour le marché actions, au même titre que les informations sur l'économie dite « réelle » (chiffres du chômage, prévisions de croissance, prix du pétrole, etc.). Pour le marché immobilier, cette sensibilité exacerbée au taux s'est fait sentir ces dernières années à deux niveaux. Premièrement,

la baisse des taux directeurs, diffusées aux établissements de crédit, a permis une utilisation plus facile et plus rentable de l'endettement. L'effet de levier étant un moyen efficace de rentabiliser l'investissement immobilier, ce dernier s'est trouvé favorisé. Deuxièmement, la baisse des taux directeurs a pour conséquence la baisse des taux souverains des pays jugés les plus sûrs. Le rendement de l'obligation de ces Etats tend alors à baisser, laissant l'épargnant ou l'investisseur institutionnel face à un dilemme : des placements « sans risque » peu rémunérateurs ou un marché actions volatil. L'essor de l'investissement immobilier est logique dans ce contexte.

Neuf ans après le début de la baisse des taux directeurs, le constat est clair : l'investissement immobilier a augmenté à mesure que les taux ont baissé. En 2019, il n'a pourtant pas consommé sa prime de risque : les taux diminuent plus vite que les valeurs immobilières n'augmentent. De ce point de vue la situation pourrait être considérée comme « saine ».



¹ Cf., par exemple « Immobilier commercial : un risque de bulle financière ? », bulletin de la Banque de France, septembre-octobre 2018, ou « Analyse du marché de l'immobilier commercial », Haut Conseil de Stabilité Financière, avril 2016.

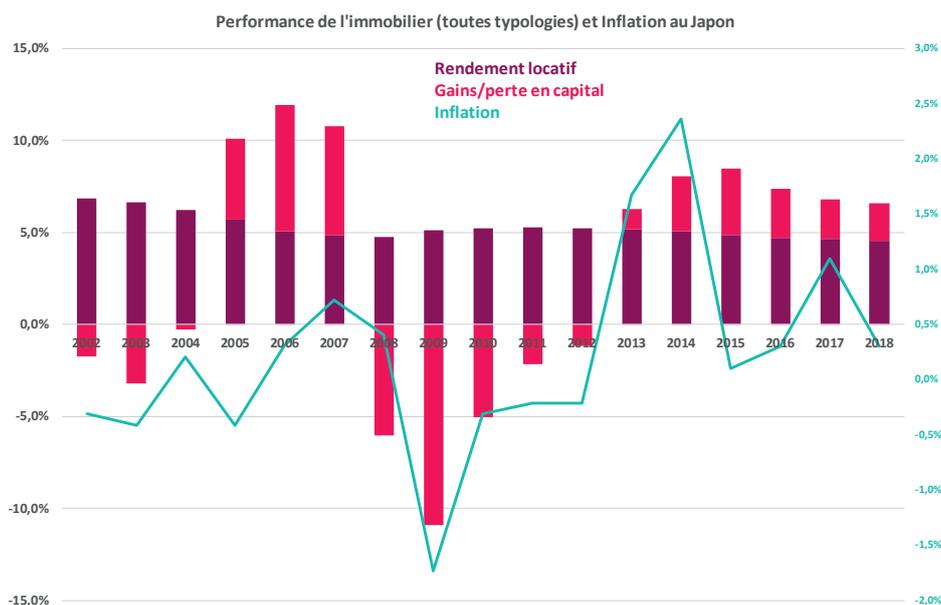
La fin d'année 2018 marque cependant un tournant. Alors que les prévisions officielles tablaient sur une reprise modérée de l'inflation et une orientation à la hausse des taux directeurs, conséquences d'une reprise de la croissance, l'environnement économique a changé. Les tensions commerciales entre Etats-Unis et Chine, les tensions macroéconomiques de certaines économies émergentes, le ralentissement marqué de l'industrie automobile en Allemagne... ont sonné le glas de cet espoir de normalisation. **La Federal Reserve a pris en compte ces facteurs et entamé un mouvement de baisse des taux, repris par les principales Banques Centrales. Christine Lagarde, future Présidente de la BCE, a d'ores et déjà déclaré qu'elle s'inscrirait dans ce mouvement².**

La question de la pérennité de cette situation n'est pas tranchée. S'agit-il d'une « respiration » du marché avant la poursuite du cycle économique, ou s'agit-il au contraire d'une « nouvelle normalité » qui se caractériserait par des taux réels négatifs, une faible inflation, et une croissance faible ? L'inversion de la courbe des taux, avec des taux à

long terme mieux rémunérés que des taux d'intérêt à court terme, peut-elle être considérée comme un indicateur avancé de récession, ou simplement comme le signe de l'inquiétude des investisseurs dans un environnement difficile à interpréter avec les outils traditionnels ?

2/ L'ACTIF IMMOBILIER DANS UN ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS

En tout état de cause, il semble utile de s'interroger sur les conséquences de ce nouveau régime « à la japonaise » pour les marchés de l'immobilier. D'autant plus que l'exemple japonais montre que **les tendances déflationnistes se répercutent sur le marché immobilier, que ce soit au niveau des valeurs d'actifs ou dans les valeurs locatives qui souffrent de l'atonie de l'économie.** Il faut cependant nuancer cette comparaison, car le marché immobilier japonais était, avant la crise, dans une situation de bulle spéculative qui l'a rendu d'autant plus fragile. Ce n'est pas le cas du marché français.



Des taux d'intérêt réels négatifs constituent, toutes choses égales par ailleurs, un facteur de soutien des prix de l'immobilier. C'est la continuation du mouvement des dernières années qui a conduit à la compression des taux de rendement à l'acquisition de l'ensemble des typologies immobilières. En juin 2019, le taux de l'OAT 10 ans s'élevait à -0,05%, et le taux de rendement bureau prime à 3,0%. Mécaniquement, le maintien d'une prime constante amènerait les rendements à 2,32% en cas de baisse de

l'OAT 10 ans à -0,70% (soit le taux du Bund allemand début septembre 2019). Dans ces conditions, un potentiel d'appréciation des prix existe encore, notamment pour l'immobilier de bureau qui est le marché le plus institutionnel.

Cependant, ce raisonnement se heurte à une limite. L'une des conséquences des taux d'intérêt négatifs est de détériorer substantiellement les marges des

² European Parliament, 2019-2024, 28 août 2019, Draft report on the Council recommendation on the appointment of the president of the European central Bank, Answers by christine Lagarde to the Questionnaire
³ Cf. FMI, Navigating the New Normal in Industrial Countries, décembre 2010

établissements bancaires ou des compagnies d'assurance. Déjà sous contrainte réglementaire (Bâle III, Solvency II), ces institutions, qui représentent une partie substantielle de l'investissement immobilier français, devraient avoir des difficultés à investir à un taux qui dégraderait leur rentabilité. Il est donc raisonnable de penser que le « point mort » des institutionnels constituera une limite – à tout le moins un frein – au mouvement de compression des rendements en cas de basculement des taux directeurs en territoire négatif.

Cette analyse a une autre conséquence : **le potentiel de compression des taux existe, mais il est limité**, par rapport aux années 2010-2015 où les rendements à l'acquisition étaient largement au-dessus du seuil de rentabilité des investisseurs.

Des taux d'intérêt durablement négatifs détériorent le revenu locatif. L'effet des taux zéro sur les revenus locatifs se manifeste à deux niveaux.

D'une part, par le biais de l'indexation. L'ILAT (Indice des Loyers des Activités Tertiaires), pratiqué pour les bureaux, est corrélé fortement à l'Indice du Coût de la Construction, à l'inflation et au PIB. Une situation « à la japonaise » se traduirait par un risque de déflation (baisse des prix) qui éroderait les revenus locatifs. Les politiques d'injection monétaire des Banques Centrales, ces dernières années, malgré leur amplitude inédite, n'ont pu atteindre l'objectif initial d'une inflation maîtrisée à 2%.

D'autre part, par le biais de la santé des entreprises locataires. Un des effets des politiques monétaires accommodantes est de faire survivre artificiellement des entreprises dites « zombies ». Ces entreprises seraient extrêmement vulnérables si les politiques monétaires accommodantes cessaient. Le secteur du High Yield est à cet égard un indicateur avancé de ce risque.

3/ QUE FAIRE ?

Du point de vue de l'investisseur institutionnel en immobilier, comment naviguer dans cet environnement ? Il est assez fondamentalement différent de la « première génération » de taux bas (2010 – 2016), qui comprenait des taux de rendement à l'acquisition historiquement élevés (4,75% sur le bureau prime en 2010) et des taux souverains en baisse mais au-dessus des seuils de rentabilité des institutionnels.

Il y avait un consensus des économistes sur un cycle long de baisse des taux, ce qui donnait aux investisseurs à la fois une certaine visibilité et des perspectives de gains en capital, en sus d'un rendement locatif contractualisé par un bail.

La « seconde génération » de taux bas se caractérise quant à elle par un assèchement des perspectives de gain en capital, et des taux souverains qui détériorent la rentabilité des acteurs. La visibilité s'est plutôt réduite, jusqu'à remettre en cause les outils d'analyse eux-mêmes. Enfin, l'aléa politique s'est plutôt renforcé par rapport à la période 2010-2016 avec l'arrivée au pouvoir effective de populistes à la tête d'économies puissantes, le conflit commercial ouvert entre USA et Chine, et le feuilleton du Brexit.

Pour ce nouvel environnement, on peut dégager quelques pistes stratégiques pour les investisseurs :

a) créer de la valeur par une gestion plus active et un usage des CapEx (i.e. Capital Expenditures, travaux engagés pour maintenir ou améliorer la valeur d'un actif) plus fréquent. Alors que la performance ne se créera pas – ou pas aussi vite – par la compression mécanique de rendements déjà bas, il est pertinent de s'orienter vers une gestion des biens plus active, par l'usage de travaux d'arbitrages plus fréquents ou d'opportunités de déplaçonnement de loyer ;

b) ajouter une approche territoriale à l'approche thématique. Alors que dans la période de taux bas « première génération » il existait des écarts de rendement conséquents entre le bureau et les classes d'actifs dites « alternatives », il est patent que ces écarts se sont resserrés. Il n'est pas certain que le risque de liquidité propre aux actifs alternatifs monovalents (logistique, santé, industriel...) soit suffisamment rémunéré dans ce contexte. Alors qu'une approche thématique permettait d'élaborer une stratégie d'allocation immobilière à partir de ces écarts de performance, il est maintenant pertinent de développer une approche territoriale qui aura pour vocation de détecter les territoires qui offrent un point d'entrée pertinent, du point de vue de leur niveau de loyer et de prix, et des dynamiques locales. C'est le sens des approches de type « city ranking » ou ABBA (emplacement A d'une ville B ou emplacement B d'une ville A). L'immobilier résidentiel, à cet égard, offre des possibilités considérables, du fait de la redistribution des cartes opérée par la métropolisation, et des écarts

Écarts de rendement immobilier entre types d'actifs, en 2010 et en 2019

	T4 2010		T2 2019	
	Rendement prime	Écart avec Bureau prime QCA	Rendement prime	Écart avec Bureau prime QCA
Bureau Paris QCA	4,50 %	-	3,00 %	-
Entrepôts classe A	7,00 %	2,50 %	4,50 %	1,50 %
Bâtiments d'activité	8,00 %	3,50 %	5,60 %	2;60 %

Source : Primonial REIM Recherche & Stratégie

importants, en prix et en loyers, entre des villes comme Marseille, Lyon, Paris, Nantes, etc. ;

c) rééquilibrer l'allocation immobilière au profit d'actifs moins cycliques. Les classes d'actifs alternatives, malgré leur renchérissement ont un intérêt particulier dans ce nouveau contexte. Leur performance est nettement moins corrélée au cycle économique que des actifs tels que le bureau et le commerce. Dans un environnement fortement soumis à des aléas politiques et dont le pilotage macroéconomique est non conventionnel, il paraît raisonnable d'augmenter la proportion d'actifs dont la performance est dépendante de variables démographiques (santé, résidentiel) ou de la présence d'infrastructures (logistique), plus permanentes et prévisibles ;

d) capter la rémunération du risque exploitant. Certaines typologies immobilières (au premier chef l'hôtellerie ou le coliving) délivrent une performance fortement liée à la qualité de l'exploitation, plutôt qu'aux qualités immobilières intrinsèques du bien. Cette performance peut être captée d'autant plus que le gérant immobilier s'implique dans la gestion, du simple bail jusqu'au contrat d'exploitation. Dans un environnement de taux négatifs, une des sources de performance pourrait se situer à la frontière de l'immobilier et du « private equity ». Ce mode d'investissement peut permettre de capter à la fois la prime d'illiquidité des actifs immobiliers et la prime de risque liée à l'exploitation, sans pour autant s'exposer à la volatilité boursière.

Conclusion. Le scénario d'un régime de taux réels négatifs pendant plusieurs années a gagné en crédibilité ces derniers mois. Il convient d'adapter les portefeuilles en conséquence. Les stratégies « bureau core » resteront nécessairement le cœur d'une allocation immobilière, pour des raisons de liquidité et de capacité d'absorption d'un choc de taux. Cependant, ces stratégies passives ne seront plus suffisantes en termes de performance et de risque : trop cycliques, et trop « sèches » en termes de nouveaux gains en capital. Au socle patrimonial d'une allocation en bureaux, il convient donc d'adjoindre des stratégies plus actives de création de valeur et de décorrélation. C'est plus que jamais en jouant sur l'ensemble des styles d'investissement et des typologies immobilières, que les gérants pourront au mieux traverser ce nouveau cycle.



NOTES

A series of horizontal dotted lines for writing notes.

Primonial Real Estate Investment Management (PREIM) est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) le 16 décembre 2011.

Elle a reçu l'agrément AIFM le 10 juin 2014. Son métier consiste à créer, structurer et gérer des placements immobiliers de long terme auprès des investisseurs particuliers et institutionnels.

Primonial REIM développe un champ de compétences global :

- multi-produits : SCPI, OPCI, SCI,
- multi-secteurs : bureaux, commerces, résidentiel, immobilier de santé et d'éducation,
- multi-zones : France, Allemagne, Espagne, Italie, Belgique, Irlande.

Au 30 juin 2019, Primonial REIM, c'est :

- 19,3 milliards d'euros d'encours sous gestion,
- 63 142 associés,
- 45 FIA immobiliers,
- un patrimoine de 4 032 880 m² et 7 000 locataires dont une part importante de grandes entreprises locataires (Samsung, Korian, Crédit Agricole, SNCF...).

www.primonialreim.com

PRIMONIAL REAL ESTATE INVESTMENT MANAGEMENT

Société Anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital social de 825 100 euros. Enregistrée sous le n° 531 231 124 00045 RCS Paris - APE 6630Z. Agréée par l'AMF en qualité de société de gestion de portefeuille le 16 décembre 2011 sous le n° GP 11 000043. Agrément AIFM en date du 10 juin 2014. Titulaire de la carte professionnelle portant les mentions «Gestion Immobilière» et «Transactions sur immeubles et fonds de commerce» numéro CPI 7501 2016 000 007 568, délivrée le 17 mai 2016 par la CCI de Paris Ile-de-France, et garantie par la société CNA Insurance Company Ltd, située 37 rue de Liège – 75008 PARIS.

SIÈGE SOCIAL

36 rue de Naples - 75008 Paris

www.primonialreim.com

CONTACT

DÉPARTEMENT RECHERCHE & STRATÉGIE

Daniel WHILE • Directeur Recherche & Stratégie • daniel.white@primonial.fr
Henry-Aurélien NATTER • Responsable Recherche • henry-aurelien.natter@primonial.fr

Le Département Recherche & Stratégie a vocation à formaliser les stratégies d'investissement immobilières de Primonial REIM, sur la base d'une veille continue des marchés français et européens. Alors que l'immobilier collectif représente une part croissante des portefeuilles institutionnels et de l'épargne des ménages, il est au carrefour de facteurs financiers (la hiérarchie des taux), économiques (les business models des locataires), démographiques (le phénomène de métropolisation) et sociétaux (l'évolution des usages). D'où la pertinence d'une analyse transversale. Qui plus est, elle s'inscrit dans le temps long, qui est l'horizon de la plupart des investisseurs en immobilier.

